

通化金马 股票代码：000766.SZ

终将从黑马蜕变为“金马”

事项：

近期公司复牌，并披露了 2015 年年报。从去年年底至今，公司大股东晋商联盟旗下上市公司通化金马收购了圣泰生物，晋商联盟对上市公司的持股比例将从 32%左右提升到 55%左右，实现绝对控股。公司董事会和管理层进行了调整。此次复牌，公司公告了资产收购计划，完善了公司的产品梯队。种种事件都预示着公司即将发生重大变化，应该引起投资人密切关注。

主要观点

1. 治理结构、组织架构和经营管理改善预期强烈。

公司于 2015 年 3-8 月份停牌筹划重大资产重组，通过发行股份及支付现金购买资产方式收购了哈尔滨圣泰生物。此次交易完成后，上市公司大股东的持股比例将显著提升，超过 50%。同时公司于 11 月 21 日发布公告，董事会临时会议决议增补了 3 位董事，两位非独立董事，一位独立董事，其中非独立董事中包括目前公司大股东董事长李建国先生，另一位非独立董事为姬彦锋先生，公告披露其曾担任福瑞达医药集团副总裁，现任圣泰生物董事长兼总经理。增发过会，大股东提高持股比例，实现控股，董事会增补董事，从这一系列事件来看，我们推测公司在治理结构、组织架构和经营管理方面可能都将发生重要变化。而从被并购标的资产来看，圣泰生物 2015 年净利润 1.52 亿元，超额完成业绩承诺，收入和净利润规模都超过上市公司原有体量，再加上管理团队的融合，将使上市公司产生巨大的经营改善预期。

2. 优质资产注入，投资并购启动，产品线不断丰富。

公司目前已经完成了对哈尔滨圣泰生物的收购，以及管理层和业务线的整合。这除了给上市公司带来显著的业绩增厚之外，销售能力也将大幅提升，从而挖掘上市公司原有产品的潜力。在此次停牌期间，公司还披露了对长春华洋的股权投资协议，以及对于永康制药的收购方案。公司经营能力改善预期强烈，产品线不断丰富。

3. 投资建议：

从上市公司的股权结构，董事会，管理层，以及产品线布局的变化可以看出公司正在发生重大、积极变化。作为正在转型的医药标的，我们建议投资者积极关注，首次给予“强烈推荐”的评级，未来半年目标价为 23-25 元。

4. 风险提示：

并购后资产整合风险。新产品不达预期。

目标价：23-25RMB

当前股价：RMB

投资评级强推

评级变动首次评级

证券分析师



证券分析师：宋凯

执业编号：S0360515070002
电话：010-66500828
邮箱：songkai@hcyjs.com



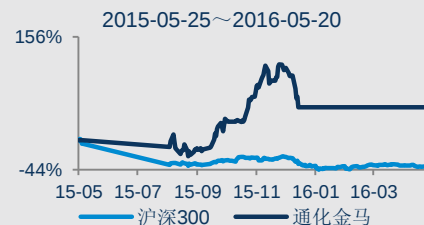
证券分析师：邱旻

执业编号：S0360516050002
电话：010-65500912
邮箱：qiumin@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	96,649
流通 A 股/B 股(万股)	44,901/-
资产负债率(%)	13.9
每股净资产(元)	4.1
市盈率(倍)	
市净率(倍)	
12 个月内最高/最低价	/

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

目录

一、公司是老牌中药制药企业	4
（一）公司股权结构变化	4
（二）公司业绩变化	6
二、公司主打产品分析	7
（一）复方嗜酸乳杆菌片	8
（二）风湿祛痛胶囊	8
（三）壮骨伸筋胶囊	9
（四）其他产品	9
三、从黑马到金马	10
（一）正在发生积极的变化	10
（二）公司的布局	10
1、 收购圣泰生物	10
2、 增资长春华洋，收购江苏神尔洋	12
3、 收购永康制药	13
（三）业绩改善明显	15
（四）产品线条更为丰满	16
四、盈利预测与投资评级	17
五、风险提示	17

图表目录

图表 1	公司股权结构变化.....	5
图表 2	定增募集资金拟投资项目.....	5
图表 3	定增完成后（目前）公司股权结构变化.....	6
图表 4	2009-2015 年公司营业收入及增速.....	6
图表 5	2009-2015 年公司净利润及增速.....	7
图表 6	2009-2015 年公司经营利润率.....	7
图表 7	复方嗜酸乳杆菌片 2009-2013 年销售收入及同比增速.....	8
图表 8	2013 年九大城市医院风湿类中成药前十产品.....	8
图表 9	壮骨伸筋胶囊 2009-2013 年销售收入及同比增速.....	9
图表 10	圣泰生物股权结构与资产评估值.....	10
图表 11	通化金马收购圣泰生物的交易结构.....	11
图表 12	完成圣泰生物的收购之后上市公司股权结构变化.....	11
图表 13	圣泰生物主要财务指标（单位：万元）.....	12
图表 14	上市公司对于长春华洋和神尔洋的增资、收购步骤.....	12
图表 15	上市公司收购永康制药的交易对方，以及对价情况.....	13
图表 16	本次交易的收购主体恒义天成的控制关系.....	14
图表 17	交易完成后永康制药的股权结构.....	14
图表 18	永康制药 2014-2015 年收入结构.....	15
图表 19	永康制药 2014-2015 收入与净利润情况.....	15
图表 20	圣泰生物主要财务指标（单位：万元）（紫色底标注的为业绩承诺）.....	16
图表 21	通化金马目前的产品线布局.....	17
图表 22	通化金马目前主要子公司情况.....	17

一、公司是老牌中药制药企业

公司成立于 1990 年，曾多次被评为国内百强中药制药企业，产品主要集中在风湿骨病、消化、肿瘤和妇科等领域，现有品种 109 个，其中处方药 80 个，OTC29 个，国家医保目录品种 49 个，基药品种 11 个，独家品种 15 个。

公司在经历了前董事长卷款潜逃、毒胶囊事件打击和大股东变更等重重波折后，近 10 年经营一度处于停滞状态。2013 年，公司引入了北京常青藤联创投资管理有限公司（后更名为北京晋商联盟投资管理有限公司，以下简称“北京晋商”）作为实际控制人，完成了国企向民企的转变，并在此基础上，通过对组织架构和管理营销体制的重新梳理，和对特色品种的重点优化，公司业绩在 2014 年前三季度取得了飞跃式的成长，同比增速接近 50%。

目前推动公司业绩增长的主要品种有：复方嗜酸乳杆菌片（OTC）、风湿祛痛胶囊和壮骨伸筋胶囊，此外，还有一些特色品种处于市场培育期，未来发展看好，同时公司也在积极寻找和研发新的品种，努力打造一条“独家+特色”的振兴之路。

（一）公司股权结构变化

公司股权结构变化可分为三个时期，一是 2002 年之前三利化工即闫永明控股期，二是 2013 年之前通化市即永信投资控股期，三是 2013 年至今北京晋商控股期。

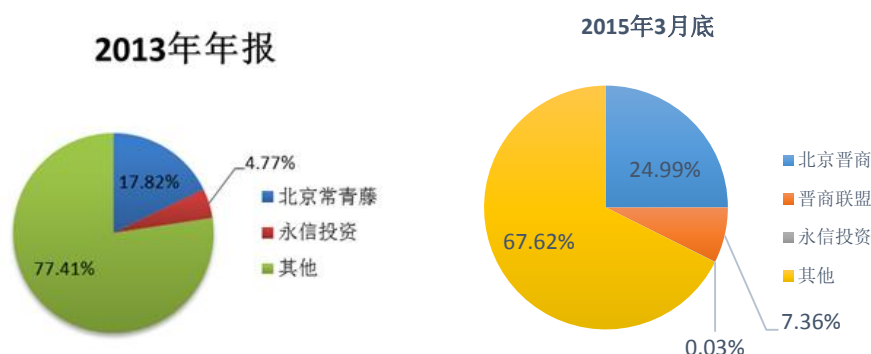
公司前身为通化市生物化学药厂，1993 年改制设立。设立之初，闫永明设立的三利化工出资 1000 万元，成为通化金马的股东之一。1997 年通化金马上市后，闫永明通过一系列股权收购，逐步成为通化金马第一大股东，并担任董事长，通化市国资平台永信投资让出控股地位。而从 2000 年左右，闫永明开始从公司身上套取资金，包括购买“中国伟哥”奇圣胶囊巨亏等，到 2002 年，闫永明共挪用公司 10.8 亿元，随后潜逃到澳大利亚、新西兰等国。

2004 年 8 月，通化市政府为防止公司漏洞扩大，麾下国资平台永信投资以承债的方式收购了三利化工所持的股权，成为公司的第一大股东，并代三利化工偿还了 3891 万元的债务。

2013 年 4 月永信投资将持有的 8000 万股份以每股 4.5 元共计 3.6 亿元的价格转让给北京晋商获得国务院国资委批复，并于同年 5 月完成过户。至此，北京晋商正式持有公司 17.82% 的股份，成为公司第一大股东，永信投资仍然持有 2143.6 万股，占比 4.77%，降为第二大股东。

2014 年 12 月，中国证监会正式批复通过了公司针对北京晋商的非公开发行股票事项的申请，此次公司计划以每股 4.74 元的价格共计发行 12447 万股，其中北京晋商以人民币 3 亿元认购 6329 万股，其一致行动人晋商联盟以人民币 2 亿元认购 4219 万股，预计发行完成后两大股东将合计持有公司 18549 万股，占发行后公司总股本的 32.35%，北京晋商将继续巩固和强化公司控股股东的地位。

图表 1 公司股权结构变化



资料来源：公司公告、华创证券

公司此次定增将共计募集资金 5.9 亿元，主要目的是：执行重整计划约定的经营方案、优化产业链结构，形成可持续发展能力。拟募投项目主要分为三大块：**GMP 异地新增工程**、偿还公司债务和补充流动资金。

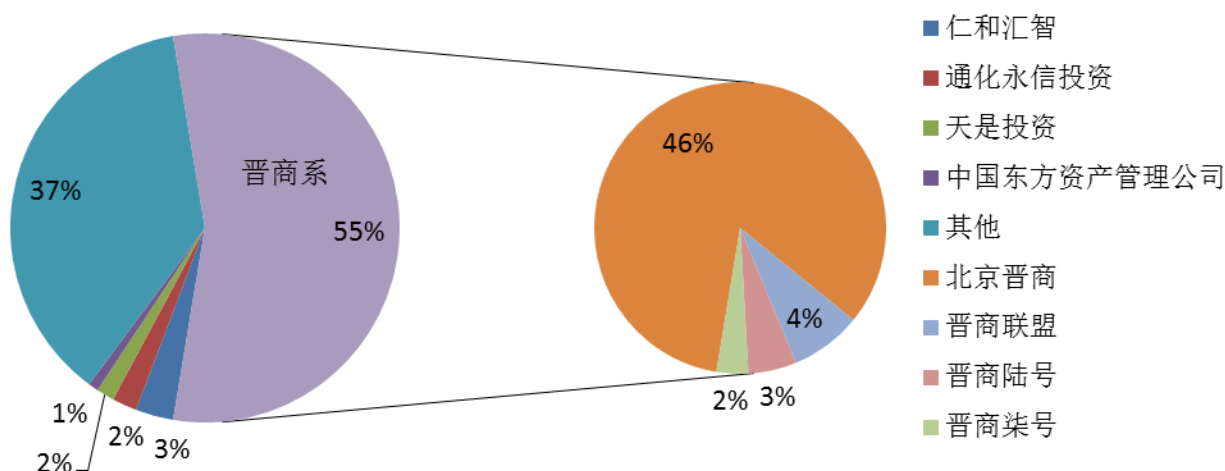
图表 2 定增募集资金拟投资项目

序号	募投项目	内容
1	GMP 异地新增项目	公司现有硬件条件与新版 GMP 差距较大，许多硬件设施不达标。工程完成后，将有助于公司今后跨越式发展
2	偿还公司债务	偿还银行及大股东借款 9000 万元，降低财务费用
3	补充流动资金	增加研发支出，加强营销网络和渠道建设

资料来源：公司公告、华创证券

2015 年 8 月，公司公布了《发行股份并支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》（以下简称“定增预案”），拟通过发行股份及支付现金购买哈尔滨圣泰生物制药有限公司（以下简称“圣泰生物”）全体股东持有的圣泰生物 100% 股权，同时向北京晋商等 4 家机构募集配套资金用于本次交易现金对价支付、圣泰生物三期建设项目、上市公司研发中心建设、偿还上市公司借款和支付中介机构费用。预计本次交易完成后，北京晋商及一致行动人晋商联盟、晋商陆号、晋商柒号将合计持有公司 55.23% 的股权。目前上市公司已经完成了对圣泰生物的收购。

图表 3 定增完成后（目前）公司股权结构变化



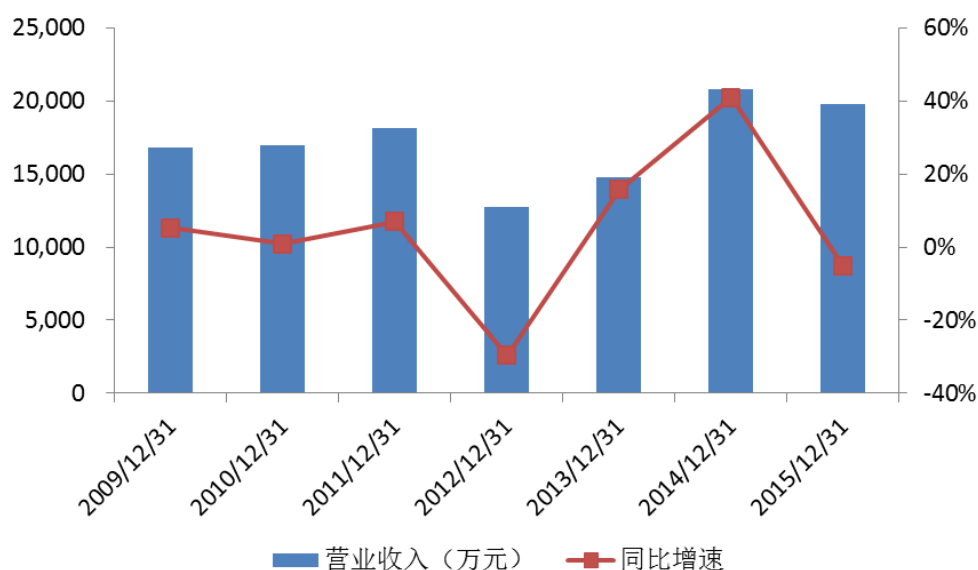
资料来源：公司公告、华创证券

（二）公司业绩变化

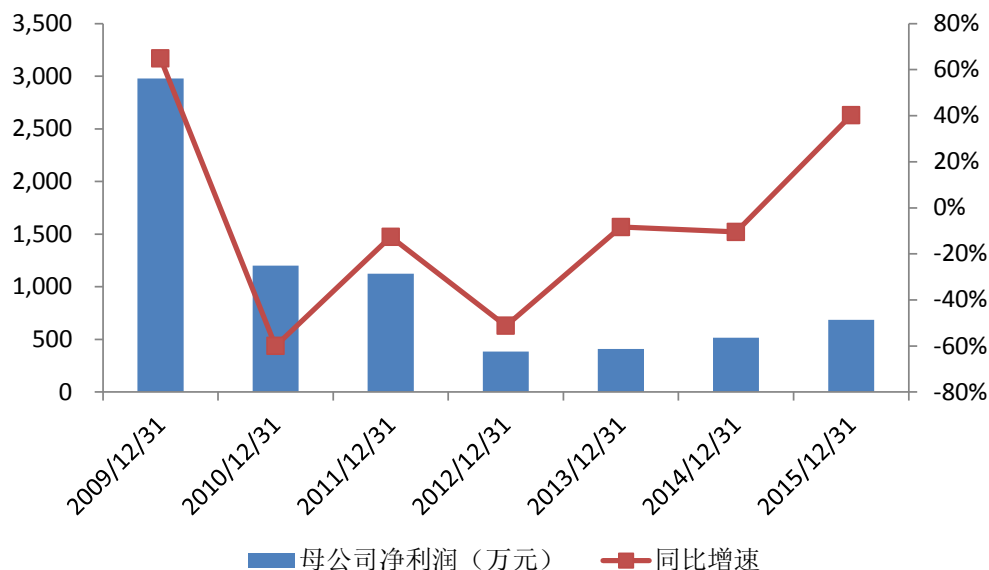
公司背靠通化市丰富的药材资源，曾经数次入围全国中药制药企业百强，也是全国上市较早的制药企业之一，但在前董事长闫永明卷款潜逃、当地国资控股后，经营发展一度停滞不前。公司营销体制落后，主打产品销售乏力，且受“毒胶囊事件”打击，业绩一落千丈。

在北京常青藤入股掌权后，通过对公司管理及营销体制的梳理，积极引入现代化管理体制和生产流程，并积极开拓全国营销网络，公司业绩在 2014 年取得了突破性的发展。尽管目前净利润扣除长期股权投资带来的当年损益后仍然为负，但公司毛利率有大幅提高，且现时的中间费用的大幅增长毫无疑问将为未来长期稳健的发展打下坚实的基础。

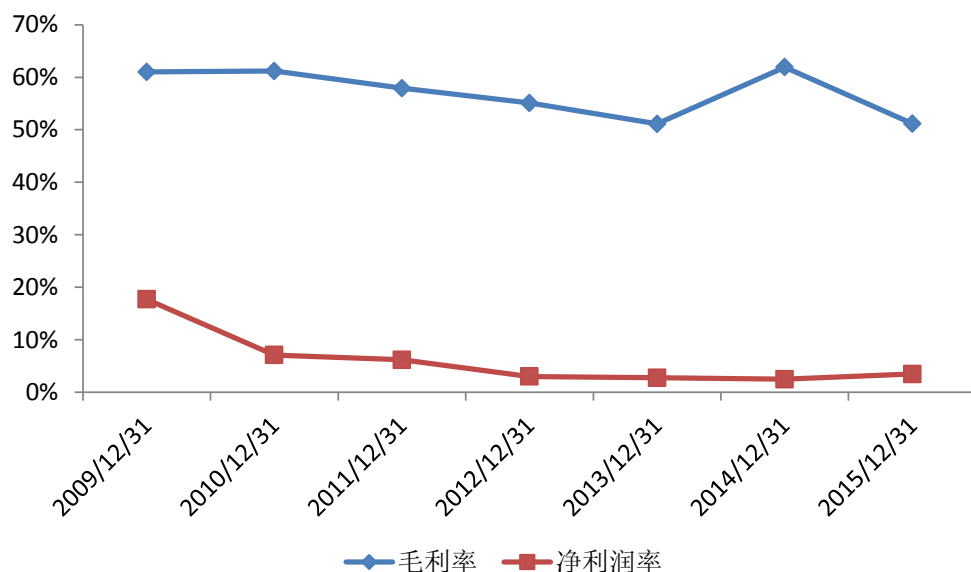
图表 4 2009-2015 年公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、华创证券

图表 5 2009-2015 年公司净利润及增速


资料来源：公司公告、华创证券

图表 6 2009-2015 年公司经营利润率


资料来源：公司公告、华创证券

二、公司主打产品分析

公司产品以中成药为主，兼顾化药。产品治疗领域主要集中在风湿骨病、消化、肿瘤和妇科等，现有品种 109 个，其中处方药 80 个，OTC29 个，国家医保目录品种 49 个，基药品种 11 个，独家品种 15 个。

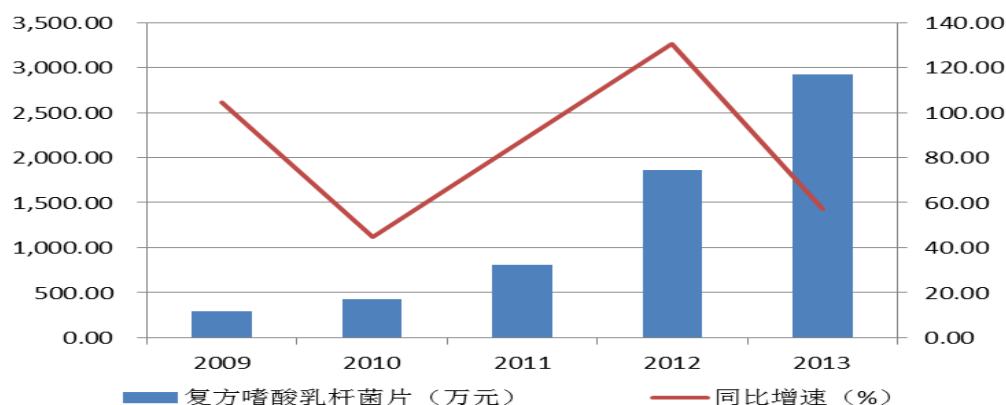
公司目前主打品种有：复方嗜酸乳杆菌片（OTC）、风湿祛痛胶囊和壮骨伸筋胶囊，此外，还有一些特色品种处于市场培育期，未来发展看好，同时公司也在积极寻找和研发新的品种，努力打造一条“独家+特色”的振兴之路。

（一）复方嗜酸乳杆菌片

复方嗜酸乳杆菌片属于国家医保乙类产品，即在医保可以部分报销，主要用于肠道菌群失调引起的肠功能紊乱，如轻急性腹泻等。

该产品使用范围广泛，副作用小，2013 年在公司销售收入排名第一，2014 年前三季度销售收入同比增长接近 80%，销售潜力巨大。在公司不断完善营销网络的前提下，我们预计此产品有望成为公司首个亿元级的明星产品。

图表 7 复方嗜酸乳杆菌片 2009-2013 年销售收入及同比增速



资料来源: Wind、华创证券

随着人们对益生菌功效作用和重要性理解逐渐深入，未来 7-8 年时间，中国的益生菌产业将会有有一个较快的发展。目前，国际益生菌制剂市场规模大约为 3000 亿美元，而我国将会有 2000 亿元人民币的市场潜力。目前市场上以儿童类益生菌制剂产品为主，多款产品年销售收入已经达到亿元以上，公司的复方嗜酸乳杆菌片发展潜力巨大。

（二）风湿祛痛胶囊

风湿祛痛胶囊属于国家医保乙类产品，主治燥湿祛风、活血化瘀，对应的疾病主要为风湿性关节炎和类风湿性关节炎等。

风湿祛痛胶囊是在 2013 年正式开始主推的拳头产品，当年即取得销售收入 1621 万元，并在 2014 年上半年录得销售收入同比增长接近 70% 的佳绩，我们预计未来也有望发展成为亿元级的明星产品。

在米内网 2013 年九大城市医院风湿类中成药排名中，风湿祛痛胶囊以北京市场一地的成绩排名第一，虽然目前市场上的主流风湿类中成药成分功效差别不大、竞争激烈，但经过公司 2014 年在全国的全面铺开，风湿祛痛胶囊依然取得了暴发性的增长，我们预计该产品未来发展空间巨大。

图表 8 2013 年九大城市医院风湿类中成药前十产品

排名	产品	生产厂家
1	风湿祛痛胶囊	通化金马药业集团股份有限公司
2	盘龙七片	陕西盘龙制药有限公司
3	虎力散胶囊	云南云河药业有限公司
4	痹祺胶囊	天津达仁堂京万红药业有限公司
5	白芍总苷胶囊	宁波立华制药有限公司
6	四妙丸	吉林紫鑫药业股份有限公司

排名	产品	生产厂家
7	金乌骨通胶囊	贵州盛世龙方制药股份有限公司
8	寒痛乐熨剂	宁夏泉水药业有限公司
9	风湿二十五味丸	乌兰浩特中蒙制药有限公司
10	正清风痛宁缓释片	湖南正清制药集团股份有限公司

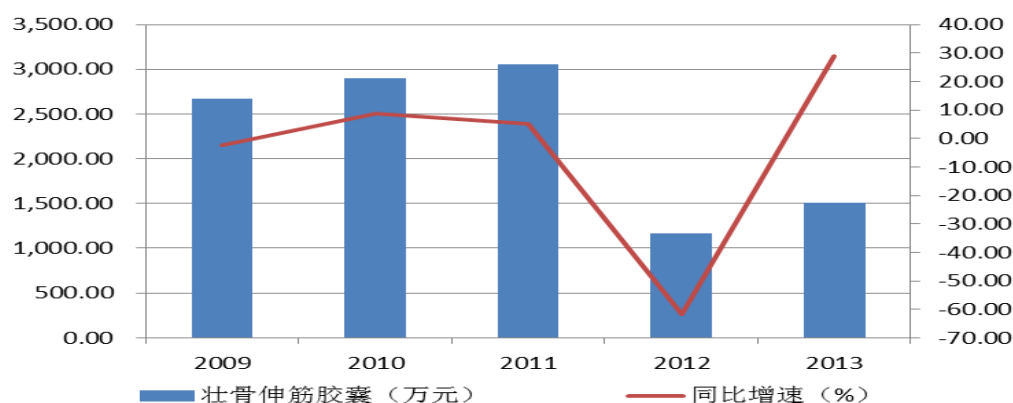
资料来源：米内网、华创证券

（三）壮骨伸筋胶囊

壮骨伸筋胶囊属于国家医保乙类产品，主治补益肝肾、活络止痛，主要治疗神经根型颈椎病。

壮骨伸筋胶囊一直是公司主打产品，2011 年销售收入便已超过 3000 万元，但受次年毒胶囊事件的影响，业绩一落千丈，目前处于业绩回复阶段。该产品销售收入 2013 年同比增速接近 30%，2014 年上半年同比增速超过 35%，有望在未来几年接近或超过毒胶囊事件前的业绩水平。

图表 9 壮骨伸筋胶囊 2009-2013 年销售收入及同比增速



资料来源：Wind、华创证券

目前颈椎类中成药市场上以起效快、效果显著的颈复康颗粒和根痛平所占市场份额最大，两产品年销售收入均已过亿元。而壮骨伸筋胶囊以改善由肝肾虚损所导致的筋骨退行性病变而引起的颈臂痛以及腰腿痛为主，疗效确认需要一定时间，患者认可度难比颈复康颗粒。我们预计该产品在全面回升后，未来市场空间有限，难以与市场拳头产品匹敌。

（四）其他产品

除了以上三种保持高增速的千万级别产品之外，公司还有一些产品或是处于市场培育期，如清热通淋胶囊等，或是在寻求剂型转换以切入更大体量市场，如消癌平片等，我们看好这些产品在公司全新搭建的营销网络上取得新的突破。

三、从黑马到金马

（一）正在发生积极的变化

我们认为公司正在发生积极的变化。

1、股权结构的变化。

上文中已经提到，公司目前已经完成了对圣泰生物的收购，收购完成后大股东对上市公司的持股比例大幅上升，实现绝对控股。这对于公司执行力的提升，未来展开更为长远的战略规划，在股权方面做好了铺垫。

2、董事会和管理层的变化。

根据公司 2015 年年底董事会和临时股东大会的决议公告，公司实际控制人李建国先生直接出任上市公司董事长，圣泰生物总经理姬总入选公司董事会成员，并且出任上市公司总经理。

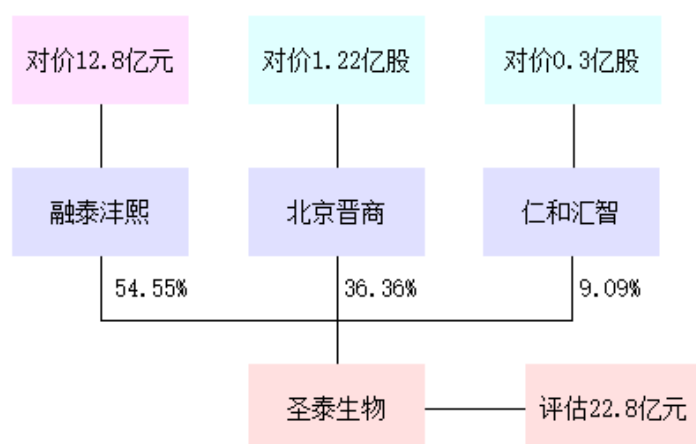
（二）公司的布局

关注公司在外延式扩张领域的实力和效率，从 2015 年下半年开始，公司开始通过投资并购的方式进行积极的布局。根据公司的公开信息，可以看到上市公司的股东具有较强的投资并购的实力和背景，从目前落地的情况来看，上市公司外延式扩张战略布局正在高效的落实。

1、收购圣泰生物

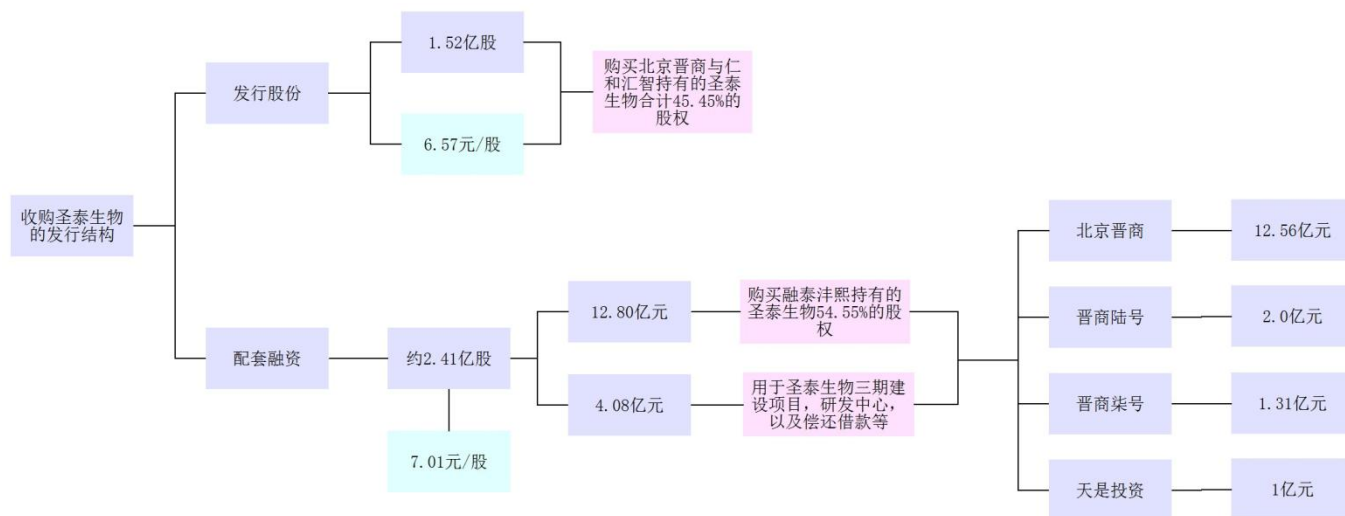
2016 年初，上市公司完成了对圣泰生物的吸收合并，此次交易圣泰生物的整体估值 22.8 亿元，上市公司通过定向发行股份用于购买资产以及配套融资，合计发行股份数量 3.93 亿股，购买资产和配套融资发行的股份已经于 2016 年 1 月份上市。上市公司总股本数量由 5.73 亿股扩张为 9.66 亿股。

图表 10 圣泰生物股权结构与资产评估值



资料来源：公司公告、华创证券

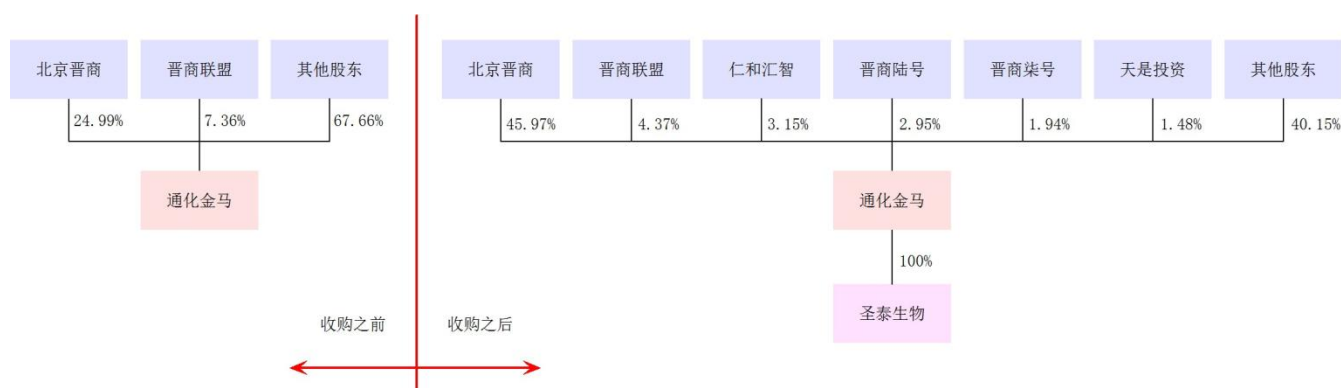
图表 11 通化金马收购圣泰生物的交易结构



资料来源：公司公告、华创证券

完成了圣泰生物的收购之后，圣泰生物成为通化金马的全资子公司，北京晋商以及其关联方通过关联资产的注入，持股比例由 32.35% 上升到 55.23%。同时原圣泰生物股东仁和汇智与天是投资成为通化金马上市公司的股东。

图表 12 完成圣泰生物的收购之后上市公司股权结构变化



资料来源：公司公告、华创证券

1996 年创办的哈尔滨圣泰制药股份有限公司,座落于哈尔滨市利民经济技术开发区,注册资金 5600 万元,资产 3.9 亿元,现有员工 720 余人,占地 10 余万平方米,拥有 6 万平方米的现代化厂房和研发基地。圣泰制药涉足生物制药、化学制药及中药制药等领域,剂型涵盖片剂、颗粒剂、胶囊剂、口服溶液剂、大容量注射剂、小容量注射剂及冻干粉针剂。

圣泰制药成立之初即与中国医学科学院药植所联合成立“新药研发中心”;2002 年设立博士后科研工作站,建设配备先进中心化验室和洁净级的动物试验中心;2004 年被评为黑龙江省重点学科-药物化学学科带头人单位;2008 年批准为省级企业技术中心。几年来成功开发 48 个品种 70 个品规。其中:双黄连滴注液、清开灵片、小儿热速清颗粒、注射用骨瓜提取物及注射用小牛血去蛋白提取物是国家级新药,聚明胶肽注射液被评为国家重点新产品,双黄连片、清开灵片、小儿热速清颗粒、血栓通注射液及伊痛舒注射液获得国家中药保护品种,聚明胶肽注射液、麝香脑脉康胶囊、加味血栓通缓释制剂获得黑龙江省科技进步奖,共有 9 项技术申请国家发明专利,其中麝香脑脉康胶囊、菠萝叶酚胶囊、骨瓜提取物注射液及注射用金森脑泰已获得授权。

图表 13 圣泰生物主要财务指标（单位：万元）

项目	2015 年 1-4 月	2014 年	2013 年
营业收入	9155.42	33820.43	27252.71
营业利润	3643.90	14522.33	11718.09
净利润	3296.50	12665.43	9889.92
净资产	39443.17	36146.67	23481.23
净现金流	2089.19	3796.38	1902.21

资料来源：公司公告、华创证券

我们看好收购圣泰生物之后给上市公司带来的投资价值提升。从公司董事会与管理层的变化来看，圣泰生物董事长姬总成为上市公司非独立董事，并成为上市公司总经理。从圣泰生物过往业绩情况来看，其成长性和盈利能力显著高于上市公司原有能力。此次收购，上市公司与北京晋商签署了业绩承诺，北京晋商承诺圣泰生物 2015-2017 年净利润分别不低于 1.48 亿元、1.83 亿元和 2.19 亿元。

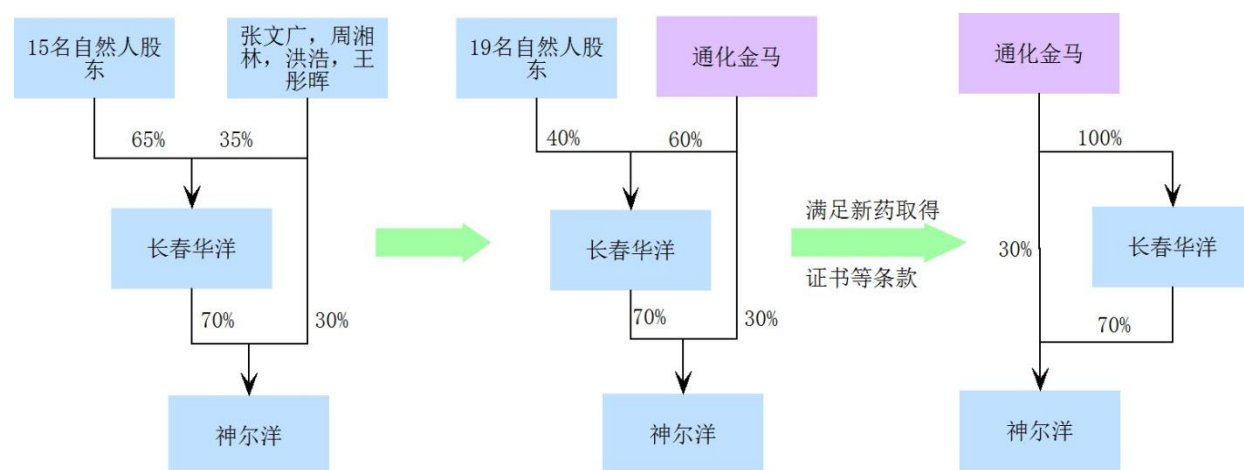
而根据上市公司财务报告，从 2007 年至今，上市公司的收入仅从 1.5 亿元增长至 2 亿元左右，盈利能力较差。所以此次收购圣泰生物，整合圣泰生物的经营管理团队，能够提升上市公司的销售能力，并且直接大幅增厚上市公司的净利润水平。

2、增资长春华洋，收购江苏神尔洋

公司于 2016 年 1 月 19 日公告，将增资长春华洋，并收购长春华洋旗下公司江苏神尔洋。长春华洋持有神尔洋 70% 的股权。收购方式为通过增资直接持有长春华洋 60% 的股权，以现金收购 4 名自然人股东持有的神尔洋 30% 之股权。

上市公司将以 2250 万元收购神尔洋 4 名自然人股东持有的 30% 的股权；同时上市公司将以 5550 万元对长春华洋进行增资，其中 750 万元计入实收资本，4800 万元计入资本公积，增资后上市公司取得长春华洋 60% 的股权。

后续公司有继续收购长春华洋股权的安排，在满足若干条款的情况下，上市公司将以 9360 万元的对价收购 19 名自然人股东持有的长春华洋剩余 40% 的股权，其中一个条件便是长春华洋的新药“琥珀八氢氮吡啶片”取得新药证书。

图表 14 上市公司对于长春华洋和神尔洋的增资、收购步骤


资料来源：公司公告、华创证券

后续公司有继续收购长春华洋股权的安排，在满足若干条款的情况下，上市公司将以 9360 万元的对价收购 19 名自然人股东持有的长春华洋剩余 40% 的股权，其中一个条件便是长春华洋的新药“琥珀八氢氨吡啶片”取得新药证书。

长春华洋和神尔洋共同拥有一个治疗老年痴呆症的化药 1.1 类新药——琥珀八氢氨吡啶片的全部知识产权。根据公司公告，该药物已经完成了 II 期临床研究，并且已经于 2015 年 8 月取得了 III 期临床研究批件。

世卫组织 2012 年披露的数据显示，全球阿尔兹海默症（AD）患者数量超过 3500 万人，预期 2030 年还将增长一倍，超过 6500 万人，2050 年达到 1.15 亿人。现阶段全球每年 AD 患者的治疗和护理费用超过 6000 亿美元。目前国内老龄化趋势明显，60 岁以上人口占比超过 10%，痴呆症患病率在 3-4% 之间，并且随着年龄的上升，患病率加大。

目前老年痴呆治疗药物总体来看是缓解症状，无法治愈或者逆转病程；分类方面，包括胆碱酯酶抑制剂，钙离子拮抗剂，大脑代谢调节剂，神经保护剂或者神经营养因子等等。目前市场上主要的 AD 治疗药物包括神经节苷脂、多奈哌齐和尼莫地平等等。公司正在进行 III 期临床的 1.1 类新药琥珀八氢氨吡啶片的机理属于胆碱酯酶抑制剂类药物，能够可逆抑制乙酰胆碱酯酶和丁酰胆碱酯酶。乙酰胆碱是一种神经递质，该物质含量与 AD 的症状改善显著相关。胆碱酯酶分解包括乙酰胆碱和丁酰胆碱在内的神经递质，胆碱酯酶抑制剂能够抑制胆碱酯酶的活性，从而保持乙酰胆碱/丁酰胆碱的含量水平。我们推测神尔洋的琥珀八氢氨吡啶片能够在 2016 年年底至 2017 年上半年之间完成 III 期临床。

对于上市公司而言，投资神尔洋获取该新药品种，丰富了原有产品线，多了一个拉动未来业绩新的增长点。

3、收购永康制药

此次公司停牌筹划资产购买事宜，预案为将以 4.14 亿元的价格购买永康制药 4 名股东持有的永康制药 100% 股权。按照 2014 年的财务数据，永康制药收入规模为 1.6 亿元，通化金马的收入为 2.08 亿元，标的资产收入达到上市公司的 77%，上市公司资产净值 6.59 亿元，永康制药交易价格 4.14 亿元，标的资产交易价格达到上市公司净资产的 63%。所以此次交易构成了重大资产重组。

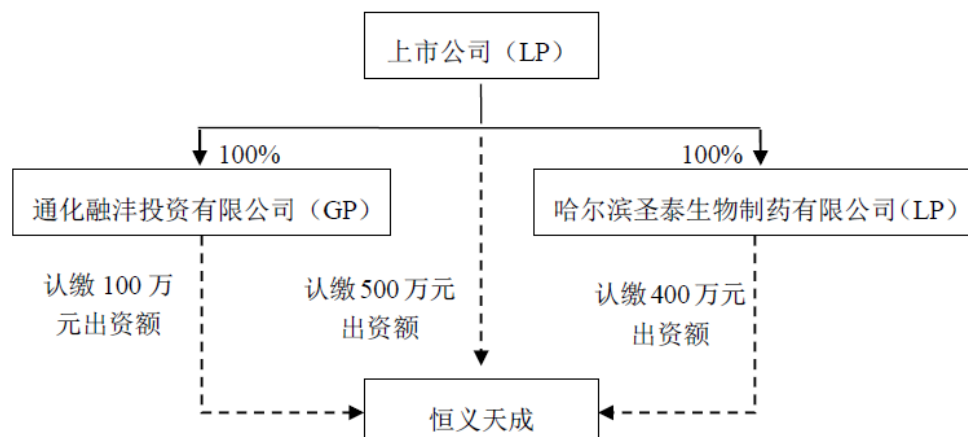
图表 15 上市公司收购永康制药的交易对方，以及对价情况

序号	交易对方	持有永康制药 股权比例	总支付对价 (万元)	现金支付金额 (万元)	占所获对价 比例
1	易通投资	72.00%	29,808.0766	29,808.0766	100.00%
2	牧鑫投资	17.31%	7,167.4537	7,167.4537	100.00%
3	牛锐	6.29%	2,604.4222	2,604.4222	100.00%
4	杜利辉	4.40%	1,820.0475	1,820.0475	100.00%
合计		100.00%	41,400	41,400	100.00%

资料来源：公司公告、华创证券

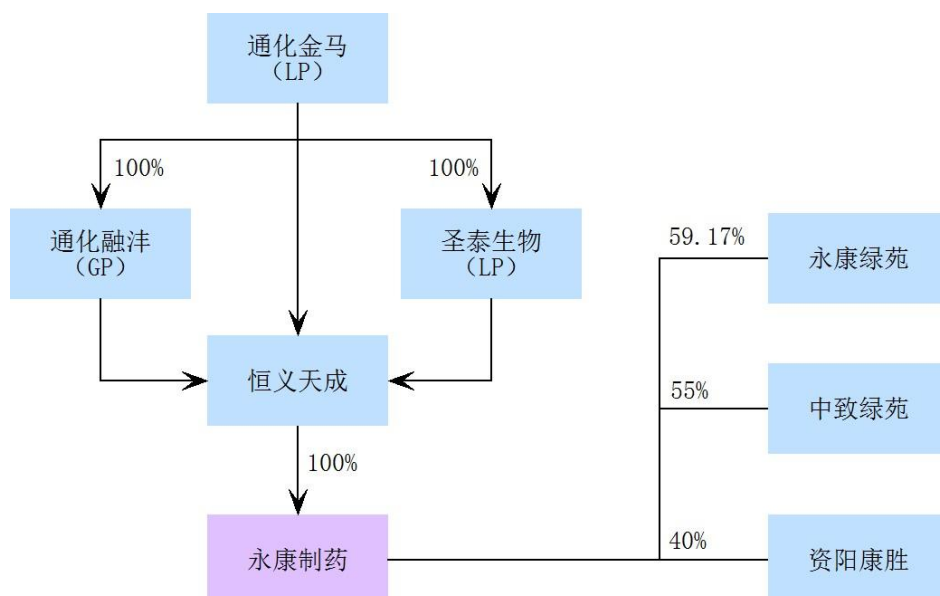
本次交易的收购主体为恒义天成，该公司为通化金马设立的合伙企业。该合伙企业的产权结构与控制关系如图所示。此次交易完成后，恒义天成将直接持有永康制药 100% 的股权。

图表 16 本次交易的收购主体恒义天成的控制关系



资料来源：公司公告、华创证券

图表 17 交易完成后永康制药的股权结构

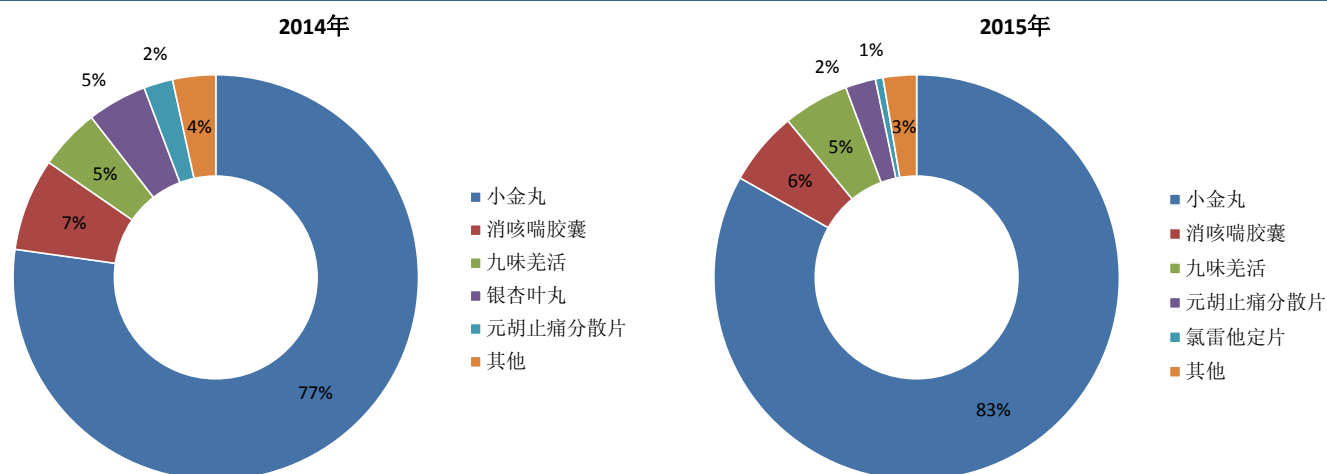


资料来源：公司公告、华创证券

公司和永康制药原有股东中的易通投资和杜利辉签署了业绩补偿协议，承诺永康制药 2016-2018 年的净利润将不低于 2900 万元、3370 万元和 4050 万元。

永康制药成立于 1992 年，从公司的主要产品收入分布情况来，公司是一家以生产中成药为主的制药公司。其最主要的产品为小金丸，并且使用的是天然麝香。小金丸主要用于散结消肿，化瘀止痛。这是国家林业局批准在全国范围允许使用天然麝香的 8 个品种之一，是西部唯一一家准许使用天然麝香的企业。该药物可以享受自主定价。同时公司的微丸剂型优势比较明显，服用更为方便。根据公司官网披露，为配合生产，公司在阿坝州、甘孜州分别成立了林麝驯养繁殖基地。

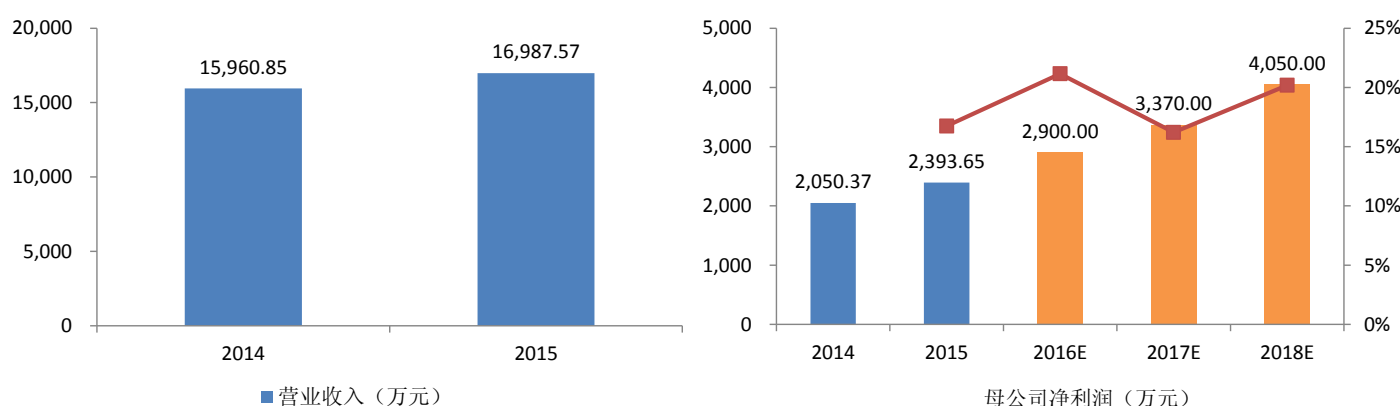
图表 18 永康制药 2014-2015 年收入结构



资料来源：公司公告、华创证券

业绩方面，永康制药 2014-2015 年收入分别为 1.6 亿元和 1.7 亿元，净利润分别为 2050 万元和 2394 万元，盈利情况好于上市公司。永康制药原有股东给予上市公司业绩承诺，按照业绩承诺计算，2016-2018 年公司净利润同比增速将分别为 21%、16%和 20%。

图表 19 永康制药 2014-2015 收入与净利润情况



资料来源：公司公告、华创证券

(三) 业绩改善明显

我们预计上市公司业绩改善主要来自于几点因素：1、合并圣泰生物；2、收购永康制药；3、未来新药上市带来的增量；4、销售能力提升与管理改善带动上市公司原有业务的增长；5、投资收益与分红。

首先，圣泰生物原有股东对上市公司做出了业绩承诺，2015-2017 年净利润分别为 1.48 亿元、1.83 亿元和 2.19 亿元。

第二，永康制药原有股东对于上市公司做出的 2016-2018 年的业绩承诺分别为 2900 万元、3370 万元和 4050 万元。

第三，公司投资了神尔洋，获得了其 1.1 类新药的全部知识产权，我们推测该药物将于 2017 年上半年完成 III 期临床，考虑到市场导入期等因素，2018 年开始贡献受益，我们推测其当年收入和净利润将分别为 5000 万元和 500

万元。

第四，上市公司原有销售情况改善。根据上市公司 2015 年前三季度业绩情况，我们预计 2015 年全年上市公司的营业收入在 2 亿元左右，净利润在 1000 万元左右。对于 2016 年的净利润预期，我们预计上市公司原有药品业务也将受益于资产整合以后销售能力的提升，预测 2016 年上市公司原有业务收入规模达到 2.3-2.5 亿元，实现净利润 3000 万元左右。

第五，投资收益与分红。根据公司公告，一季度收到了几笔分红。3 月 21 日公告收到参股公司长春农村商业银行 2400 万元的现金分红，进入 2016 年投资收益。3 月 24 日公告，收到合伙企业融泰沅熙 400 万元收益，计入上市公司 2016 年投资收益。这两笔受益合计 2800 万元。

以上这些因素将明显改善上市公司的业绩情况。

图表 20 圣泰生物主要财务指标（单位：万元）（紫色底标注的为业绩承诺）

项目	2015	2016E	2017E	2018E
上市公司				
净利润	686	3,000	2,500	3,000
其中：投资收益		1,500		
圣泰生物				
净利润	15,220	18,300	21,900	25,600
永康制药				
净利润		2,900	3,370	4,050
神尔洋				
净利润				500
合计	15,906(合并)	24,200	27,770	33,150

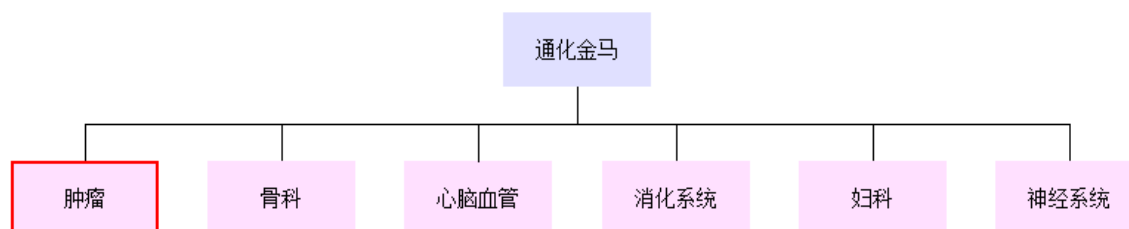
资料来源：公司公告、华创证券

（四）产品线条更为丰满

基于公司目前的投资并购，公司的产品线已经形成了中西药结合、OTC 处方药结合以及不用治疗应用领域的横向布局。

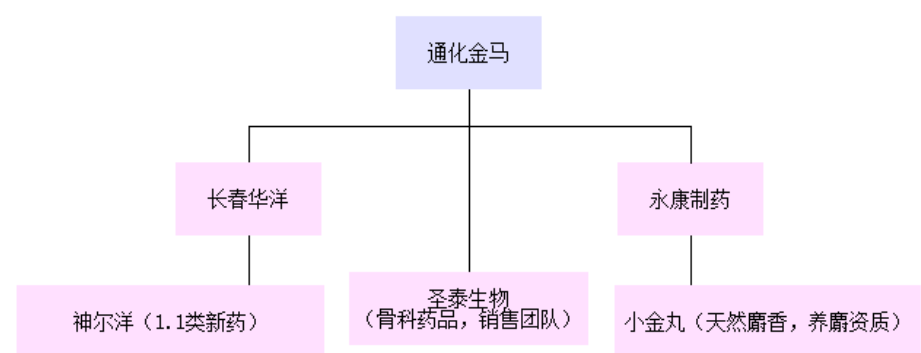
从公司产品的应用领域来看，目前公司的药物品种覆盖了肿瘤、骨科、心脑血管、消化系统、妇科和神经系统等多个病种，形成了一定的新老产品梯队的形态（神经系统琥珀八氢氨吡啶片为 1.1 类新药，其他为现有品种）。

目前公司的收入结构是以圣泰生物的骨科用药占比最大，从细分领域的市场前景，以及产业链的延展性方面来看，肿瘤治疗领域有可能成为未来公司发展潜力最大的细分领域。公司此次收购的永康制药拥有天然麝香成分的小金丸，我们认为该药物未来有可能将更大范围地应用于肿瘤的治疗。以该药物为中心，公司有潜力在肿瘤领域进行更大范围的布局和拓展。

图表 21 通化金马目前的产品线布局


资料来源：公司公告、华创证券

从公司的并购布局来看，上市公司完成了对圣泰生物的收购，正在进行对长春华洋和神尔洋的投资，以及对永康制药的投资。从公司披露的相关信息可以看到这些公司是药品研发、生产和销售业务为主，并且具有较大的业绩体量的标的。对这些公司的投资并购首先夯实了上市公司在药品领域的基础，做大业绩，明显提升了公司的安全边际；其次完善了公司产品线的横向布局，并且获得了一些相对稀缺资源（养麝资质）；第三，产品线的拓展再配合上优秀经营和管理团队的注入，实现了 1+1 大于 2 的效果。

图表 22 通化金马目前主要子公司情况


资料来源：公司公告、华创证券

四、盈利预测与投资评级

基于上文的判断，我们预测通化金马 2016-2018 年的扣非后净利润分别为 2.42 亿元，2.78 亿元和 3.06 亿元。按照公司增发后总股本 9.66 亿股计算，对应的 EPS 分别为 0.25 元、0.29 元和 0.34 元。按照停牌时股价 12.68 元计算，对应的动态 PE 分别为 51 倍、44 倍和 37 倍。

公司目前主营业务以药品为主，通过投资并购注入优质资产，在经营管理，销售能力，以及产品的横向扩张与新药布局方面较之前有了明显改观。虽然按照公司现有资产和我们的盈利预测，公司的估值基本处于合理水平，但是我们认为我们所看到的公司转变只是一个开始，从公司股权结构的改变，董事会与管理层的变化来看，我们相信公司未来长期依然存在较大的改善与改变的空间。我们首次给予公司“强烈推荐”的评级，未来半年目标价为 23-25 元，建议积极关注。

五、风险提示

公司并购资产整合的风险；新产品不达预期风险；药物品种降价风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E
货币资金	53	21	405	679
应收票据	12	12	12	12
应收账款	43	41	191	224
预付账款	5	6	16	20
存货	299	363	211	249
其他流动资产	58	58	58	58
流动资产合计	471	501	893	1,242
其他长期投资	140	140	140	140
长期股权投资	15	15	15	15
固定资产	128	113	98	85
在建工程	304	304	304	304
无形资产	184	184	184	184
其他非流动资产	45	45	45	45
非流动资产合计	815	800	785	773
资产合计	1,286	1,301	1,678	2,014
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	43	52	137	173
预收款项	14	13	59	70
其他应付款	332	332	332	332
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	8	8	8	8
流动负债合计	396	405	536	582
长期借款	200	200	200	200
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	30	30	30	30
非流动负债合计	230	230	230	230
负债合计	626	635	766	812
归属母公司所有者权益	659	666	912	1,202
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	659	666	912	1,202
负债和股东权益	1,286	1,301	1,678	2,014

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E
经营活动现金流	40	-57	383	228
现金收益	17	2	249	257
存货影响	-9	-64	152	-38
经营性应收影响	75	-4	-159	-37
经营性应付影响	-41	9	131	46
其他影响	-3	1	10	0
投资活动现金流	-212	25	27	25
资本支出	-195	-1	-1	0
股权投资	163	26	28	25
其他长期资产变化	-180	0	0	0
融资活动现金流	207	-1	-26	22
借款增加	170	0	0	0
财务费用	-5	-1	-26	22
股东融资	39	0	0	0
其他长期负债变化	3	0	0	0

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E
营业收入	208	198	915	1,074
营业成本	79	96	253	320
营业税金及附加	2	2	7	9
销售费用	70	64	184	216
管理费用	52	50	180	226
财务费用	5	1	26	-22
资产减值损失	8	6	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	23	26	28	25
营业利润	16	5	292	350
营业外收入	1	2	10	0
营业外支出	8	1	0	0
利润总额	9	6	302	350
所得税	4	-1	56	60
净利润	5	7	246	290
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	5	7	246	290
NOPLAT	6	-12	236	251
EPS(摊薄)(元)	0.01	0.01	0.25	0.30

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E
成长能力				
营业收入增长率	41.0%	-5.2%	363.0%	17.5%
EBIT 增长率	-133.3%	-376.8%	-2043.6%	4.7%
归母净利润增长率	26.2%	32.9%	3485.2%	17.8%
获利能力				
毛利率	61.9%	51.2%	72.3%	70.2%
净利率	2.5%	3.5%	26.9%	27.0%
ROE	0.8%	1.0%	27.0%	24.1%
ROIC	1.5%	-2.8%	34.5%	25.8%
偿债能力				
资产负债率	48.7%	48.8%	45.6%	40.3%
债务权益比	34.9%	34.5%	25.2%	19.1%
流动比率	118.8%	123.8%	166.7%	213.3%
速动比率	43.4%	34.2%	127.3%	170.5%
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.5	0.5
应收账款周转天数	75	75	75	75
应付账款周转天数	194	194	194	194
存货周转天数	1,354	1,354	300	280
每股指标(元)				
每股收益	0.01	0.01	0.25	0.30
每股经营现金流	0.04	-0.06	0.40	0.24
每股净资产	0.68	0.69	0.94	1.24
估值比率				
P/E	2,372	1,786	50	42
P/B	19	18	13	10
EV/EBITDA	607	18,331	41	39

资料来源：公司报表、华创证券

生物医药组分析师介绍

华创证券首席分析师：宋凯

北京化工大学工学硕士。曾任职于天相投资、中邮证券、东兴证券。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券高级分析师：张文录

军事医学科学院与吉林大学理学硕士。曾任职于双鹤药业、中富投资、东兴证券。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：邱旻

日本东京大学技术经营战略学硕士，药学学士。曾任职于东兴证券。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：王逸萌

美国密歇根州立大学理学博士。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：孙渊

中国药科大学理学硕士。曾任职于西京医院、默沙东投资有限公司。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券助理分析师：李明蔚

上海交通大学医学博士。曾任职于上海市瑞金医院内科基地。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	翁波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	郭赛赛	销售助理	010-63214683	guosaisai@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	张昱洁	高级销售经理	0755-83479862	zhangyujie@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
上海机构销售部	简佳	销售副总监	021-20572586	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-20572583	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	范婕	销售助理	021-20572587	fanjie@hcyjs.com
非公募业务发展部	石露	副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	陈红宇	销售经理	021-20572593	chenhongyu@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-50581170
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-20572500